

免税新政启幕，关注景气修复和龙头弹性

华泰研究

2025 年 11 月 11 日 | 中国内地/中国香港

更新报告

旅游综合

10 月财政部等多部门陆续发布《关于调整海南省离岛旅客免税购物政策的公告》（10 月 15 日发布，简称《公告》）、《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》（10 月 29 日发布，简称《通知》），优化升级离岛免税渠道及免税行业整体政策，或将进一步引导海外消费回流、提振海南地区消费表现。参考最新政策动态，我们认为中国中免已抢先布局多个政策利好方向，有望凭借规模优势及丰富运营经验在本轮改革中打好头阵。维持买入评级。

政策边际增量：品类扩容、资格放宽、审批权限下放

政策增量主要在于以下几点：1) 品类扩容：《公告》及《通知》中新增 2 大类商品，优化调整 3 个商品细类，新增 6 类国产商品退（免）税销售。2) 资格放宽：《公告》允许离岛且离境旅客享受离岛免税购物政策（原为仅离岛旅客可享受），允许有离岛记录的岛内居民在该自然年度内可不限次数购买即购即提提货方式下的离岛免税商品（原按离岛免税旅客通用标准执行）。3) 流程简化：放宽口岸出境免税店设立、口岸出境免税店及口岸进境免税店经营主体确定方式等审批权限（现行由财政部会同各部门审批，新政实施后可由口岸所在地省级有关部门审批）。上述政策 11 月 1 日起实施后对离岛免税表现拉动明显，11.1-11.7 海南离岛免税购物金额 5.06 亿元/购物人数 7.29 万人次，同比分别+34.86%/3.37%（海口海关）。

封关进展：零关税制度扩围，销售税及岛内免税推进中

7 月起部分配套政策已陆续落地，已发布政策紧贴“‘一线’放开、‘二线’管住”等自贸港基本特征，“岛内自由”相关规定仍待进一步明确。我们认为后续可关注几大政策推进点：1) 岛内简税制改革：主要为税项简并、在货物和服务零售环节增收销售税等，当前财政部正稳步推进。对标香港（无增值税）/新加坡（7%商品服务税），我们认为长期海南仍有税制优化空间。2) 岛内免税：财政部正积极研究岛内居民消费进境商品相关税收政策，适时开展对岛内居民消费的进境商品实行正面清单管理并尽快开展试点工作。建议重点关注岛内免税商品品类、经营资质审核等政策落地节奏。

中国中免已积极布局多个政策利好方向

中免当前已于品类、会员体系、免税店版图三大方向抢先布局。24 年起公司即引入各类国潮品牌进入集团线上线下各类渠道，持续挖掘各类新品牌/新品类机会。会员体系线上线下权益及折扣同步联动，建设“一站式免税平台”，Q3 会员已超 2600 万（Q3 业绩会），完善中台体系或可高效衔接“即购即提”等政策。当前公司已构建离岛免税+机场免税+市内免税三大支柱，其中离岛免税端磨底期已过、收入及利润表现有望随政策提质扩容同步回升；机场免税表现稳健；市内免税店稳步推进（25 年内已开业/焕新 6 家，另有 3 家新店年底前开业）。中免有望凭借规模优势虹吸优质供给，进一步强化复合竞争壁垒，于政策红利及消费回流趋势下持续释放业绩增长弹性。

盈利预测与估值

考虑政策边际催化，我们上调公司 26-27 年归母净利润 13%/17%至 47.60/56.09 亿元，对应 25-27 年 EPS 为 1.77/2.30/2.71 元。参考可比公司 2026E 一致预期 PE 均值 26 倍，考虑公司已抢先布局多个政策利好方向，略抬升溢价率，上调 A 股目标价至 104.16 元/港股目标价至 93.96 港币（分别对应 26 年 45 倍/37 倍 PE，参考 H 股上市以来折价率均值，调整 H-A 折价率为 18%；前值为 81.20 元/75.84 港币，对应 26 年 40 倍/34 倍 PE，折价率 15%）。

风险提示：免税政策变动风险；市场竞争加剧风险。

	601888 CH	1880 HK
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	人民币：104.16	港币：93.96

樊俊豪 研究员
SAC No. S0570524050001 fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986 +(852) 3658 6000

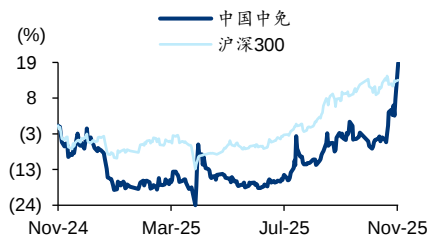
曾璐 研究员
SAC No. S0570523120004 zengjun@htsc.com
SFC No. BTM417 +(86) 21 2897 2228

洪洋* 联系人
SAC No. S0570125070021 hongyang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

(人民币/港币)	601888 CH	1880 HK
收盘价(截至 11 月 10 日)	86.89	81.60
市值(百万)	179,763	168,819
6 个月平均日均成交额(百万)	1,723	187.25
52 周价格范围	56.57-86.89	43.15-81.80

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	56,474	54,207	60,561	65,297
+/-%	(16.38)	(4.01)	11.72	7.82
归属母公司净利润(百万)	4,267	3,658	4,760	5,609
+/-%	(36.44)	(14.28)	30.13	17.85
EPS(最新摊薄)	2.06	1.77	2.30	2.71
ROE(%)	7.98	7.55	8.47	9.19
PE(倍)	42.13	49.15	37.77	32.05
PB(倍)	3.26	3.25	3.14	3.00
EV EBITDA(倍)	22.95	20.49	18.40	16.07
股息率(%)	1.90	1.61	1.58	1.75

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1：离岛免税相关政策落地进展

文件名称（或措施名称）	发布机关/日期	发布日期	主要内容简介	生效情况
《关于海南自由贸易港进口征税商品目录的通知》	财政部、海关总署、税务总局	2025年7月18日	明确进口征税商品目录（即对进入海南自由贸易港需征税的货物清单），“目录内”货物按章征税；目录以外可视为“零关税”进口。	自封关运作之日起实施
《关于海南自由贸易港货物进出“一线”、“二线”及在岛内流通税收政策的通知》	财政部、海关总署、税务总局	2025年7月23日	明确“一线”（海南与境外）与“二线”（海南与内地）的自封关运作之日起实施货物进出监管制度；规定在海南自由贸易港登记注册的“享惠主体”可经“一线”进口海南进口征税商品目录以外货物（“零关税”货物）免征进口税（关税、进口环节增值税、消费税）等；加工增值达到一定比例后经“二线”进入内地可免征进口关税。	自封关运作之日起实施
《海南自由贸易港禁止、限制进出口货物、物品清单》	商务部	2025年7月23日	对海南自由贸易港“一线”进出口的货物、物品采用负面清单管理；规定禁止、限制、例外措施货物的分类；部分进口许可证管理物项取消。	自封关运作之日起实施
《中华人民共和国海关对海南自由贸易港加工增值免关税货物税收征管暂行办法》	海关总署	2025年7月23日	对海南自由贸易港内鼓励类产业企业生产的含进口料件在海南自由贸易港加工增值达到或超过30%的货物，从海南自由贸易港进入内地免征进口关税，照章征收进口环节增值税和消费税。明确了加工增值30%的算法。	自封关运作之日起实施
《中华人民共和国海关对海南自由贸易港监管办法》	海关总署	2025年7月23日	明确货物在海南自贸港与境外之间进出、货物从海南自贸港进入内地、海南自贸港内地的监管。	自封关运作之日起实施
《海南自由贸易港反走私条例（试行）》	海南省人大常委会	2025年7月30日	界定走私行为，强调封关后反走私监管，明确岛内反走私防控重点环节。	自封关运作之日起实施

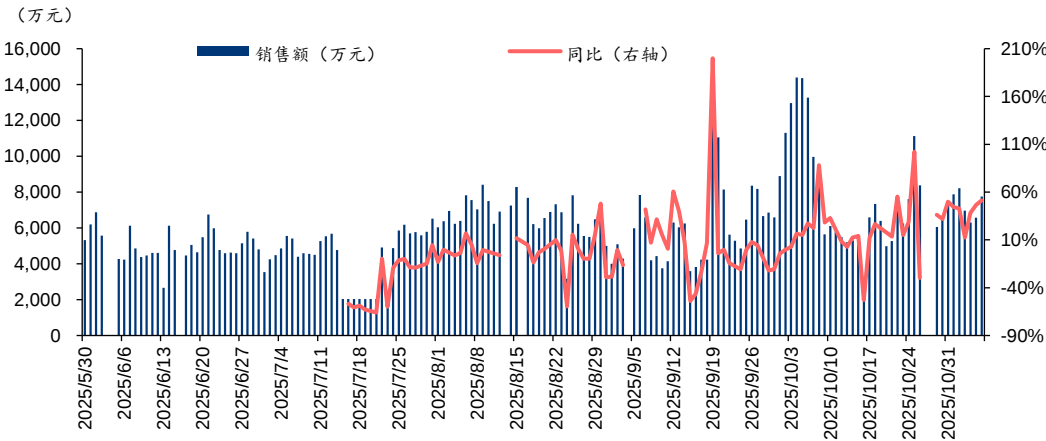
资料来源：商务部，中国政府网，华泰研究

图表2：10月免税新政实施前后离岛免税及免税整体相关规定变化

政策推行前		政策推行后
离岛免税		
品类	45类商品	47类商品 新增宠物用品、可随身携带的乐器两类。 调整小家电类、电子消费品类、平板电脑类。
国产商品免税	无规定	采购国内商品丝巾/服装服饰/鞋帽/咖啡/陶瓷制品/茶进入离岛免税店按离岛免税政策销售视同出口，退（免）增值税、消费税。
适用人群	离岛旅客	离岛且离境旅客
岛内居民	岛内居民凭离岛凭证购买	1个自然年内有离岛记录的岛内居民可不限次即购即提
方式	指定提货点领取所购免税商品并一次性携带离岛	新增即购即提
免税整体		
国产商品免税	无强制规定	支持国产品销售，规定口岸出境免税店、市内免税店用于销售国产品的经营面积原则上不少于其经营面积的四分之一
口岸出境免税店设立审批	由财政部会同商务部、文化和旅游部、海关总署、税务总局审批	由口岸所在地省级财政部门会同商务、文化和旅游、海关、税务等部门审批
口岸出境免税店及进境免税店经营主体确认方式	口岸出境免税店由招标人或口岸业主通过招标方式确定经营主体；进境免税店一般由机场或其他招标人通过招标方式确定经营主体。特殊情况进行竞争性谈判。	口岸同一口岸既有口岸出境免税店又有口岸进境免税店，可分别进行招标；特殊情况进行竞争性谈判。
口岸出境免税店、口岸进境免税店经营面积确定方式	口岸出境免税店：1）扩大面积时由招标人或口岸业主需提出申请，报海关总署核准；2）缩小面积时招标人或口岸业主需提出申请，报海关总署核准。 口岸进境免税店：口岸进境免税店原则上不得扩大营业场所面积，不得设立分店和分柜台。如需扩大营业场所面积，需按开设新店程序审批。	口岸出境免税店：1）扩大面积时由招标人或口岸业主需提出申请，财由招标人或口岸业主与经营主体协商确定；2）缩小面积时由招标人或口岸业主需提出申请，报海关总署核准。

资料来源：财政部，中国政府网，华泰研究

图表3：海南离岛免税日度表现及同比（2025.5.30-2025.11.6）



资料来源：海口海关，华泰研究

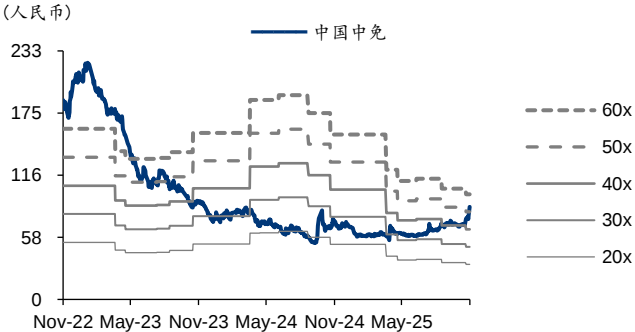
图表4：中国中免：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	市盈率 PE(TTM)	2025E PE	2026E PE	2027E PE
300144 CH	宋城演艺	217.32	27.35	21.75	19.06	17.40
600754 CH	锦江酒店	244.63	48.75	29.55	23.43	20.24
600859 CH	王府井	173.42	-	44.38	35.60	31.01
均值		211.79	38.05	31.89	26.03	22.88

注：数据截至 2025 年 11 月 10 日收盘，皆为一致预期

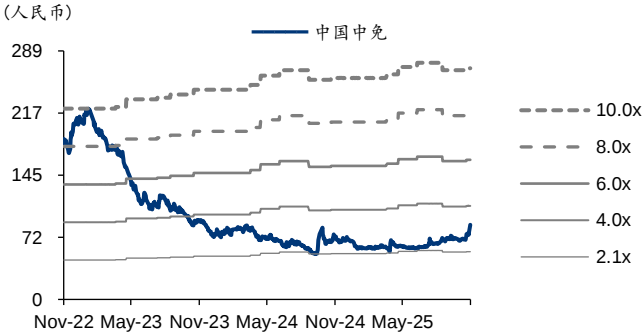
资料来源：同花顺 iFind，华泰研究

图表5：中国中免 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表6：中国中免 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	58,456	55,960	57,915	58,950	62,192
现金	31,838	34,817	36,232	33,376	37,186
应收账款	138.84	66.60	159.50	83.57	172.90
其他应收账款	1,239	913.12	886.36	1,166	1,115
预付账款	481.92	838.80	6.19	983.08	182.05
存货	21,057	17,348	18,654	21,365	21,559
其他流动资产	3,701	1,976	1,976	1,976	1,976
非流动资产	20,414	20,300	20,573	22,255	23,317
长期投资	2,200	3,670	4,399	5,259	6,086
固定投资	6,292	6,088	5,775	6,535	7,076
无形资产	2,128	1,940	1,791	1,696	1,600
其他非流动资产	9,794	8,602	8,608	8,765	8,555
资产总计	78,869	76,260	78,488	81,205	85,509
流动负债	15,329	10,969	12,548	12,591	13,761
短期借款	369.43	232.63	20.00	20.00	20.00
应付账款	6,366	4,685	5,602	6,104	6,287
其他流动负债	8,593	6,052	6,926	6,467	7,453
非流动负债	4,359	4,343	3,706	3,784	3,490
长期借款	2,522	2,567	1,930	2,008	1,714
其他非流动负债	1,837	1,776	1,776	1,776	1,776
负债合计	19,688	15,312	16,253	16,375	17,250
少数股东权益	5,348	5,852	6,894	7,626	8,290
股本	2,069	2,069	2,069	2,069	2,069
资本公积	17,447	17,442	17,442	17,442	17,442
留存公积	33,558	34,412	36,831	39,409	42,037
归属母公司股东权益	53,834	55,097	55,341	57,204	59,969
负债和股东权益	78,869	76,260	78,488	81,205	85,509

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	15,126	7,939	7,552	3,101	9,383
净利润	7,266	4,862	4,700	5,492	6,273
折旧摊销	1,310	1,543	1,321	1,571	1,410
财务费用	(868.80)	(923.10)	71.57	(77.26)	84.60
投资损失	(86.98)	(63.81)	(79.95)	(79.95)	(79.95)
营运资金变动	5,957	807.85	1,559	(3,784)	1,715
其他经营现金	1,549	1,713	(19.90)	(20.64)	(20.08)
投资活动现金	(4,716)	(454.30)	(1,490)	(3,149)	(2,369)
资本支出	(1,802)	(1,119)	(88.19)	(1,347)	(1,038)
长期投资	(2,923)	247.46	(729.61)	(859.41)	(827.16)
其他投资现金	8.96	417.21	(672.63)	(942.56)	(503.18)
筹资活动现金	(4,628)	(4,367)	(4,647)	(2,808)	(3,203)
短期借款	(1,563)	(136.80)	(212.63)	0.00	0.00
长期借款	13.31	44.77	(637.48)	78.16	(293.93)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(39.20)	(4.89)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,039)	(4,270)	(3,797)	(2,887)	(2,909)
现金净增加额	5,990	3,021	1,415	(2,857)	3,811

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	67,540	56,474	54,207	60,561	65,297
营业成本	46,049	38,385	36,003	40,019	42,925
营业税金及附加	1,644	1,268	1,217	1,360	1,466
营业费用	9,421	9,063	8,511	9,631	10,194
管理费用	2,208	1,989	1,874	2,096	2,245
财务费用	(868.80)	(923.10)	71.57	(77.26)	84.60
资产减值损失	(638.16)	(741.90)	(675.68)	(629.07)	(655.10)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	86.98	63.81	79.95	79.95	79.95
营业利润	8,677	6,178	6,302	7,357	8,391
营业外收入	11.42	9.02	5.00	5.00	5.00
营业外支出	43.09	38.83	40.00	40.00	31.44
利润总额	8,646	6,148	6,267	7,322	8,365
所得税	1,379	1,286	1,567	1,831	2,091
净利润	7,266	4,862	4,700	5,492	6,273
少数股东损益	552.53	595.38	1,043	731.89	664.13
归属母公司净利润	6,714	4,267	3,658	4,760	5,609
EBITDA	9,207	6,734	7,470	8,514	9,533
EPS (人民币, 基本)	3.25	2.06	1.77	2.30	2.71

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	24.08	(16.38)	(4.01)	11.72	7.82
营业利润	13.88	(28.80)	2.01	16.74	14.05
归属母公司净利润	33.46	(36.44)	(14.28)	30.13	17.85
获利能力 (%)					
毛利率	31.82	32.03	33.58	33.92	34.26
净利率	10.76	8.61	8.67	9.07	9.61
ROE	12.28	7.98	7.55	8.47	9.19
ROIC	33.24	22.96	31.51	28.51	37.03
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.96	20.08	20.71	20.16	20.17
净负债比率 (%)	(47.59)	(50.95)	(54.03)	(47.45)	(51.05)
流动比率	3.81	5.10	4.62	4.68	4.52
速动比率	2.17	3.26	2.97	2.75	2.80
营运能力					
总资产周转率	0.87	0.73	0.70	0.76	0.78
应收账款周转率	465.57	549.80	479.50	498.29	509.19
应付账款周转率	6.57	6.95	7.00	6.84	6.93
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	3.25	2.06	1.77	2.30	2.71
每股经营现金流(最新摊薄)	7.31	3.84	3.65	1.50	4.54
每股净资产(最新摊薄)	26.02	26.63	26.75	27.65	28.99
估值比率					
PE (倍)	26.78	42.13	49.15	37.77	32.05
PB (倍)	3.34	3.26	3.25	3.14	3.00
EV EBITDA (倍)	17.05	22.95	20.49	18.40	16.07

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、曾琨，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国中免（1880 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、曾珺本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国中免（1880 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司